

## 非银金融行业

### 证券受益并购重组新规，保险望迎估值切换行情

#### ● 证券：证监会下发重大资产重组新规，看好龙头券商

证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。主要变化为：①简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；②将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至36个月；③允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市交易；④恢复重组上市配套融资；⑤丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。

我们认为，本次重大资产重组规定的完善将有助于上市公司提质提速、做优做强。①有助于盈利下滑的公司进行资源整合和产业升级；②有助于提高并购重组效率；③有助于扩大公司资金来源，改善其现金流状况；④进一步规范重组上市行为，促进资本市场稳定发展。

将推动经济高质量发展与并购重组业务推进。①推进创业板重组上市改革，丰富科技创新类企业的融资渠道，创业板流动性与投资价值有望得以提振；②推动直接融资发展，助力金融支持实体。培养高质量金融机构的必要性进一步凸显，券商并购重组业务有望进一步发展。

10月17日，证监会主席易会满主持召开私募股权和创投基金座谈会，会议主题为大力发展股权投资基金、为经济高质量发展注入新动能。私募股权基金行业正面临难得的发展机遇。①从募资环节看，人们的财富增长需求和机构投资者的更多参与将提供更广泛多元的资金来源；②从投资环节看，我国正加快科技创新，深化供给侧结构性改革，将带来大量投资机会；③从退出环节看，全面深化资本市场改革正积极推进，创业板改革、新三板改革以及发行、上市、交易等基础制度改革的陆续实施，将提供更加便捷、丰富的退出选择。私募股权基金行业的机遇与证监会支持举措共振，有望提升券商私募股权投资与直投收入，从而优化券商收入结构，助推券商转型。助推金融服务实体经济，为经济高质量发展注入新动能。

建议关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)，及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)。

#### ● 保险：中国人寿三季报预增，开门红提前布局

临近三季报，中国人寿率先披露业绩预增，净利润同比增长180-200%。利润增长主要考虑投资收益贡献及所得税政策调整。国寿、平安、太保、新华1-9月累计寿险保费收入同比增长6%、9.9%、5.7%、7.9%，当月同比增长8.7%、11.5%、7%、7%。平安个险新单同比下降7%，降幅进一步收窄。进入四季度，各家公司逐渐布局明年开门红。由于近两年开门红基数较低，结合产品结构调整，预计明年开门红有望实现向上突破。各家公司从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。

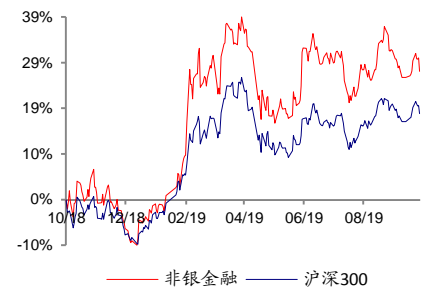
当前板块估值仍然偏低，布局价值仍然具备。建议关注：中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)、新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)。

#### ● 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-10-20

相对市场表现



分析师：陈福

SAC 执证号：



S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：陈韵杨

SAC 执证号：



S0260519080002



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

请注意，陈韵杨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

非银金融行业：非标认定有趋 严之势，证券保险受益贸易战 舒缓	2019-10-13
非银金融行业：嘉信免佣对国 内影响有限，关注龙头价值	2019-10-07
非银金融行业：资本市场深化 改革，行业分化不断显现	2019-09-22

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	CNY	89.75	20190816	买入	92.65	8.57	10.10	10.47	8.89	1.38	1.17	18%	17%
新华保险	601336.SH	CNY	49.32	20190829	买入	63.11	3.80	4.99	12.98	9.88	0.78	0.68	47%	20%
中国太保	601601.SH	CNY	35.86	20190826	买入	42.07	3.72	4.33	9.64	8.28	0.86	0.76	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	94.60	20190816	买入	103.21	8.57	10.10	9.97	8.46	1.31	1.11	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	31.55	20190829	买入	40.48	3.80	4.99	7.50	5.71	0.45	0.39	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	29.45	20190826	买入	46.72	3.72	4.33	7.15	6.14	0.64	0.56	13%	14%

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	14.32	20190901	买入	17.10	0.75	0.92	19.09	15.57	1.29	1.21	7%	8%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.23	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	22.23	16.72	1.37	1.29	6%	8%
中信证券	600030.SH	CNY	22.00	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.42	13.66	1.60	1.46	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.15	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	9.93	8.09	0.67	0.63	7%	8%
HTSC	06886.HK	HKD	11.96	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	13.32	10.02	0.82	0.77	6%	8%
中信证券	06030.HK	HKD	14.82	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	10.10	8.41	0.98	0.90	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.58	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.19	11.79	1.26	1.17	10%	10%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

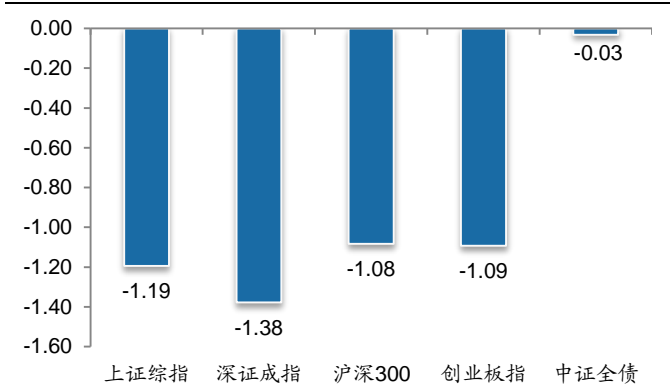
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

## 一周表现

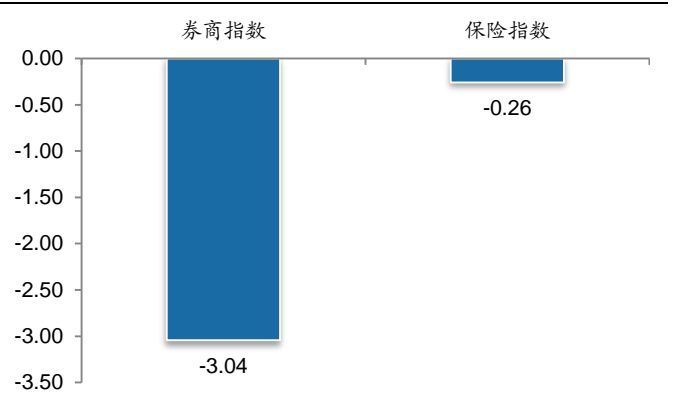
上证指数报2938.14点，跌1.19%；深证成指报9533.51，跌1.38%；沪深300报3869.38点，跌1.08%；创业板指数报1648.63点，涨1.09%。中信II证券指数CI005165跌3.04%、中信II保险指数CI005166跌0.26%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 行业动态及一周点评

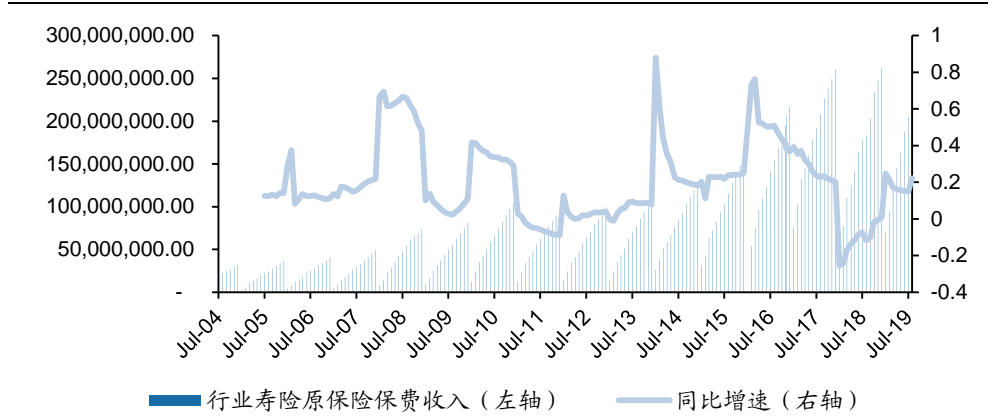
### 保险：中国人寿三季报预增，开门红提前布局

临近三季报，中国人寿率先披露业绩预增，净利润同比增长180-200%。利润增长主要考虑投资收益贡献及所得税政策调整。国寿、平安、太保、新华1-9月累计寿险保费收入同比增长6%、9.9%、5.7%、7.9%，当月同比增长8.7%、11.5%、7%、7%。平安个险新单同比下降7%，降幅进一步收窄。进入四季度，各家公司逐渐布局明年开门红。由于近两年开门红基数较低，结合产品结构调整，预计明年开门红有望实现向上突破。各家公司从淡化开门红到适当增加储蓄年金产品，反映出行业在负债端压力下，也在寻求产品结构的再平衡。

当前板块估值仍然偏低，布局价值仍然具备，**建议关注：中国平安(601318.SH) / (02318.HK)、中国太保(601601.SH) / (02601.HK)、新华保险(601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿(601628.SH) / (02628.HK)。**

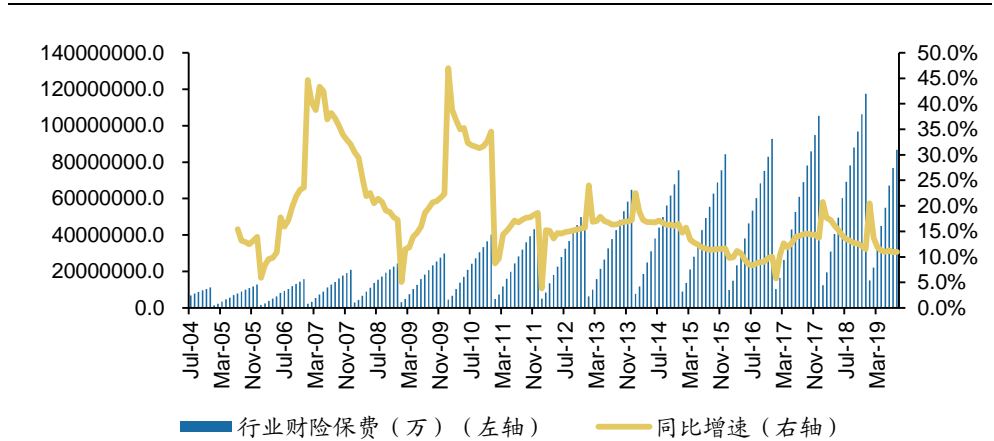
**风险提示：**保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



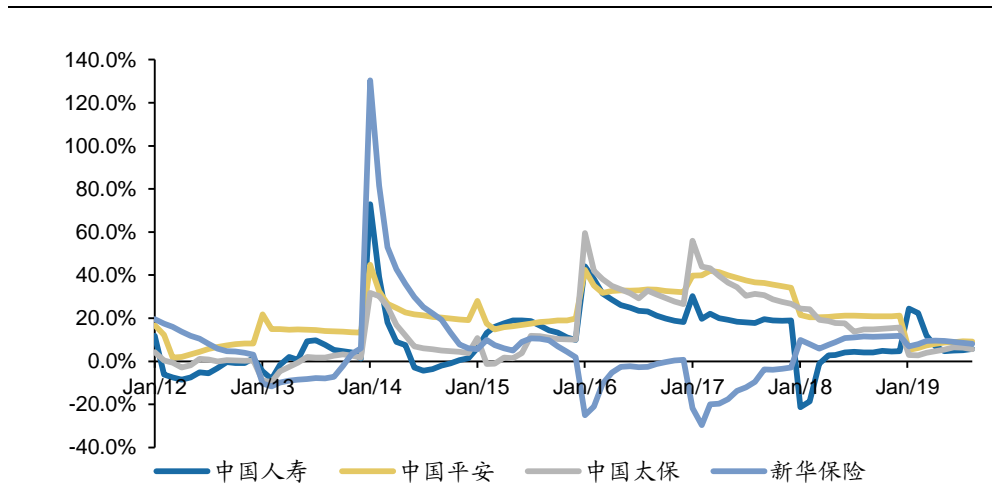
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



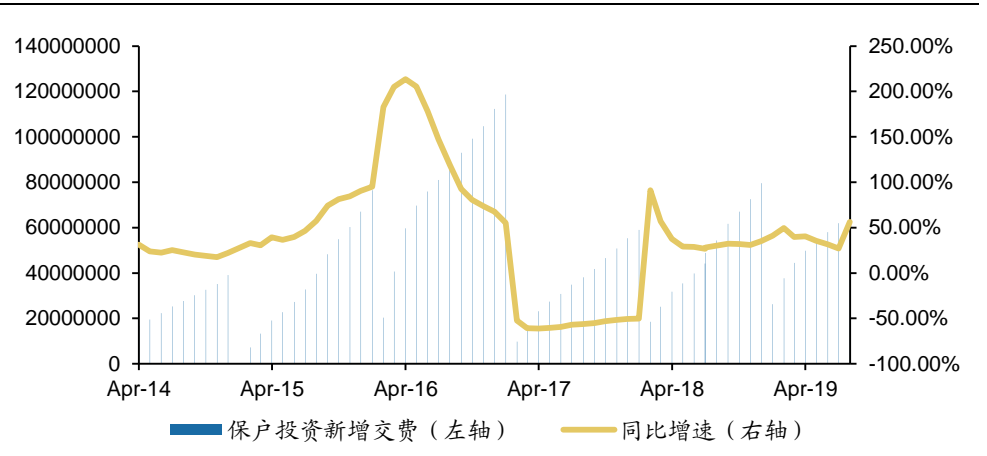
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



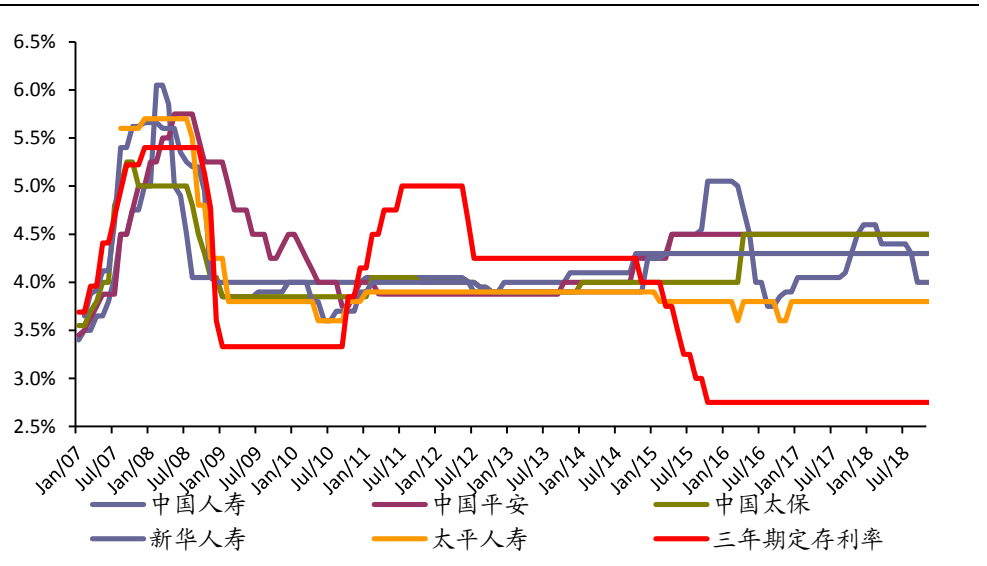
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



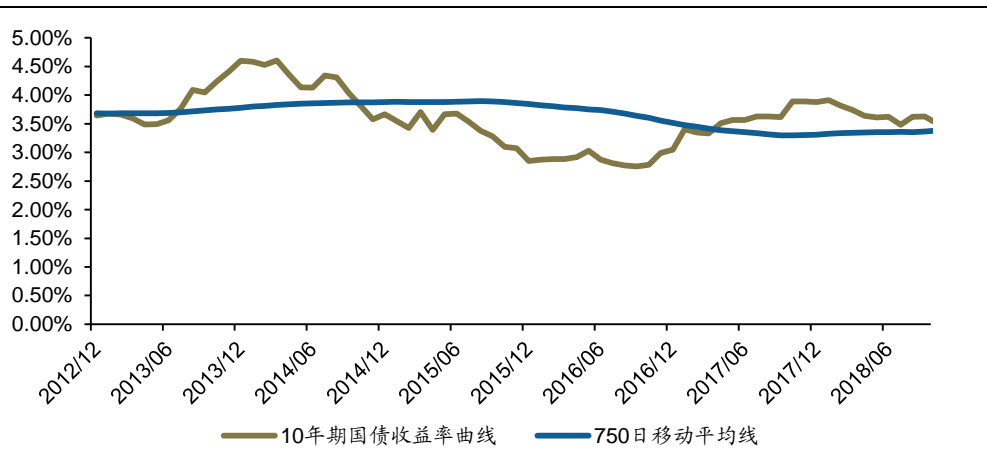
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



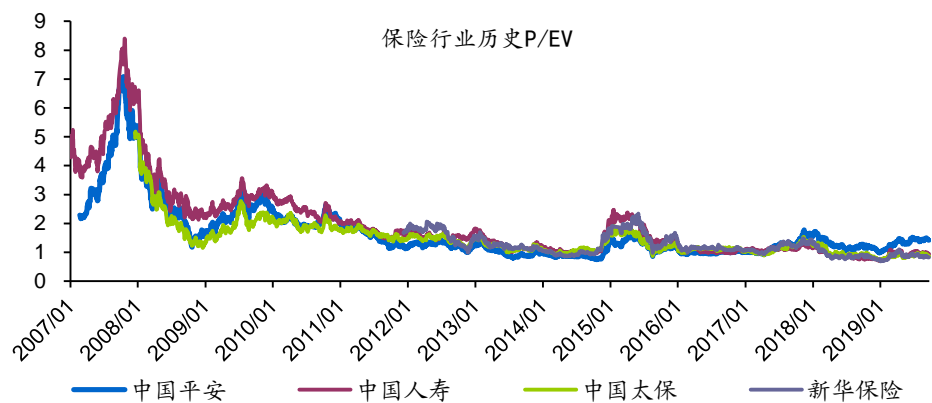
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 10年期国债收益率及750日移动平均线



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 保险行业估值曲线 (P/EV) (倍)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: 四大上市险企寿险财务保费累计同比增速

公司	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19
中国人寿	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.8%	6.1%
中国平安-人寿	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%	9.2%	9.2%
中国平安-健康	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%	64.4%	71.7%
中国平安-养老	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%	11.1%	13.0%
中国平安	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%	9.7%	9.8%
中国太保	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%	5.5%	5.7%
新华保险	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%	8.1%	7.9%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19
中国人寿	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%	41.6%	41.2%
中国平安-人寿	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%	0.1%	10.2%
中国平安-健康	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%	-13.6%	48.5%
中国平安-养老	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%	4.4%	40.4%
中国平安	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%	0.1%	12.3%
中国太保	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%	72.6%	-17.2%
新华保险	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%	0.1%	100.5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19	Sep/19
中国人寿	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%	13.4%	8.7%
中国平安-人寿	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%	8.8%	9.3%
中国平安-健康	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%	41.6%	127.7%
中国平安-养老	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%	62.6%	28.0%
中国平安	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%	11.1%	11.5%
中国太保	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%	0.0%	7.0%
新华保险	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%	2.9%	7.1%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

## 证券：证监会下发重大资产重组新规，看好龙头券商

10月18日证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。①简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；②将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至36个月；③允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市交易；④恢复重组上市配套融资；⑤丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。

我们认为，本次重大资产重组规定的完善将有助于上市公司提质提速、做优做强；推动经济高质量发展与并购重组业务。

**有助于上市公司提质提速、做优做强：**①取消“净利润”指标，有助于盈利下滑的公司进行资源整合和产业升级；②“累计首次原则”计算期间缩短至36个月，有助于提升并购重组效率；③恢复重组上市配套融资，有助于扩大公司资金来源，改善其现金流状况；④丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，进一步规范重组上市行为，促进资本市场稳定发展。

**推动经济高质量发展与并购重组业务：**①推进创业板重组上市改革，丰富科技创新类企业的融资渠道，创业板流动性与投资价值有望得以提振；②推动直接融资发展，助力金融支持实体。培养高质量金融机构的必要性进一步凸显，券商并购重组业务有望进一步发展，看好龙头券商的配置机会。

表4：重大资产重组管理办法修改对比

条款	2016年9月修订版	2019.7征求意见稿	2019.10正式稿
第十三条	<p>“上市公司自控制权发生变更之日起60个月内，向收购人及其关联人购买资产，导致上市公司发生以下根本变化情形之一的，构成重大资产重组，</p> <p><del>“(三)购买的资产在最近一个会计年度所产生的净利润占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告净利润的比例达到100%以上；</del></p> <p>“创业板上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买资产，不得导致本条第一款规定的任一情形。</p>	<p>上市公司自控制权发生变更之日起36个月内，向收购人及其关联人购买资产，导致上市公司发生以下根本变化情形之一的，构成重大资产重组，</p> <p><b>创业板上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业资产，导致本条第一款规定任一情形的，所购买资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司，且符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定的其他发行条件。</b></p>	<p>上市公司自控制权发生变更之日起36个月内，向收购人及其关联人购买资产，导致上市公司发生以下根本变化情形之一的，构成重大资产重组，<b>创业板上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业资产，导致本条第一款规定任一情形的，所购买资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司，且符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定的其他发行条件。</b></p>
第十四条	<p>计算本办法第十二条、第十三条规定的比例时，应当遵守下列规定：<del>净利润以被投资企业扣除非经常性损益前后的净利润的较高者为准，</del></p>	<p>计算本办法第十二条、第十三条规定的比例时，应当遵守下列规定：</p>	<p>计算本办法第十二条、第十三条规定的比例时，应当遵守下列规定：</p>
第二十二条	<p>上市公司应当在至少一种中国证监会指定的报刊公告董事会决议、独立董事的意见，并应当在证券交易所网站全文披露重大资产重组报告书及其摘要、相关</p>	<p>第四款修改为：“上市公司<b>只需选择一种</b>中国证监会指定的报刊公告董事会决议、独立董事的意见，并应当在证券交易所网站全文披露重大资产重组报告书及其摘</p>	<p>第四款修改为：上市公司<b>只需选择一种</b>中国证监会指定的报刊公告董事会决议、独立董事的意见，并应当在证券交易所网站全文披露重大资产重组报告书及其摘</p>



证券服务机构的报告或者意见。

要、相关证券服务机构的报告或者意见。”

要、相关证券服务机构的报告或者意见。

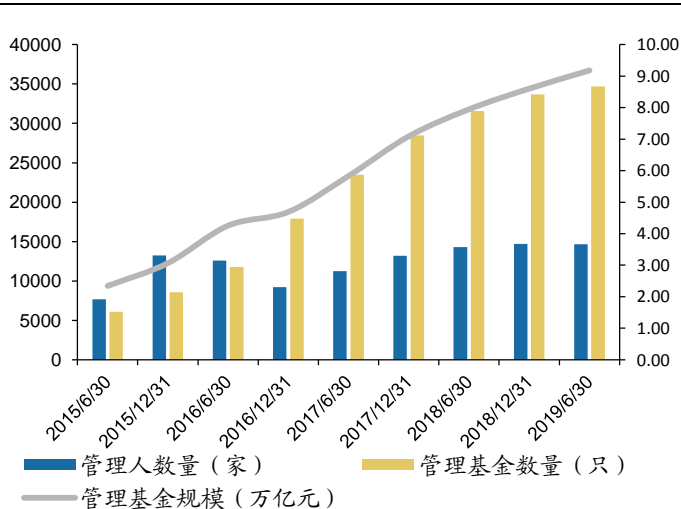
第四十四条	上市公司发行股份购买资产的， <u>除属于本办法第十三条第一款规定的交易情形外</u> ，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。	第一款修改为：“上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。”	<b>第一款修改为：上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。</b>
第五十九条	无	无	“交易对方起期未履行或者违反业绩补偿协议、承诺的，由中国证监会责令改正，并可以采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、认定为不适当人选等监管措施，将相关情况记入诚信档案。”
第六十一条	无	无	增加一条“中国证监会对科创板上市公司重大资产重组另有规定的，从其规定。”
第六十二条	无	“中国证监会对科创板公司重大资产重组另有规定的，从其规定。”	原第六十一条改为第六十二条。

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

10月17日，证监会主席易会满主持召开私募股权和创投基金座谈会，会议主题为大力发展股权投资基金、为经济高质量发展注入新动能。会议指出，私募股权基金已经成为促进新旧动能转换的“发动机”、推动经济结构优化的“助推器”、优化资源配置的“催化剂”和服务实体经济发展的“生力军”。

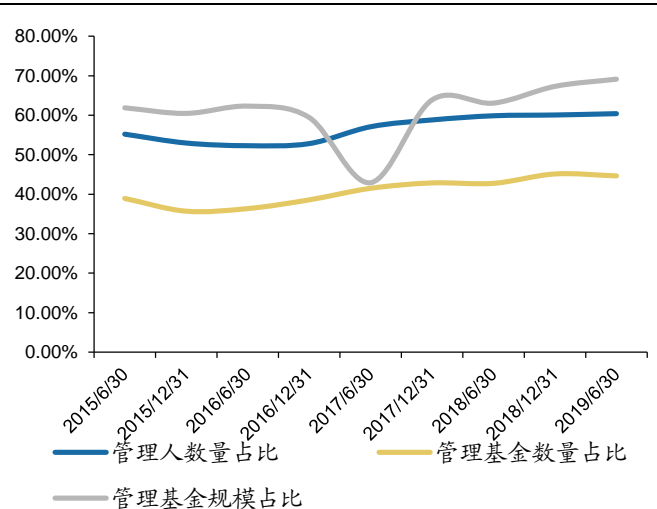
会议强调，要遵循私募股权基金发展规律，补短板，强监管，守底线，促发展。①坚持行业定位，逐步出清“伪私募”。推动出台私募基金条例，抓紧修订私募基金监管办法。②坚持刀刃向内，切实改进登记备案工作。③坚持差异监管，提升监管的精准度。④坚持发挥合力，支持行业创新发展。推动完善私募股权基金税收政策和中长期资金投资私募股权基金的政策规定。

图10：私募股权投资与创投基金情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图11：私募股权投资与创投基金指标占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

据中国基金业协会，截至2019年6月底，私募股权投资与创投基金管理人达14679家，管理基金达34689只，管理基金规模达9.18万亿元。其中管理基金规模占总规模的69.1%，同比增长15.5%。私募股权基金行业正稳步发展。

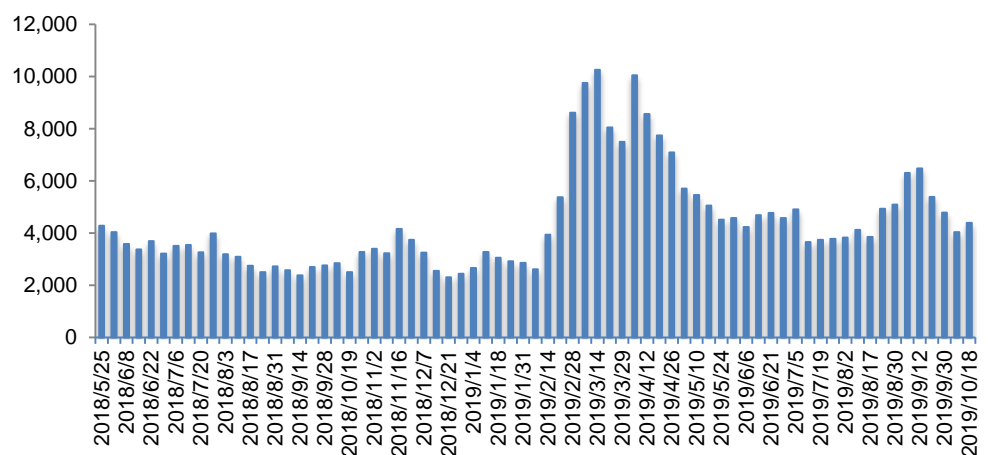
同时，私募股权基金行业正面临难得的发展机遇。①从募资环节看，人们的财富增长需求和机构投资者的更多参与将提供更广泛多元的资金来源；②从投资环节看，我国正加快科技创新，深化供给侧结构性改革，将带来大量投资机会；③从退出环节看，全面深化资本市场改革正积极推进，创业板改革、新三板改革以及发行、上市、交易等基础制度改革的陆续实施，将提供更加便捷、丰富的退出选择。

目前，证券公司在基金业协会备案的私募投资基金有636只，备案的直投资基金有618只。私募股权基金行业的机遇与证监会支持举措共振，将有望提升券商私募股权投资与直投收入，从而优化券商收入结构，助推券商转型。助推金融服务实体经济，为经济高质量发展注入新动能。

资本市场改革正持续推进，我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。两个核心催化剂再获确认：一是逆周期带来的宽松政策，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。

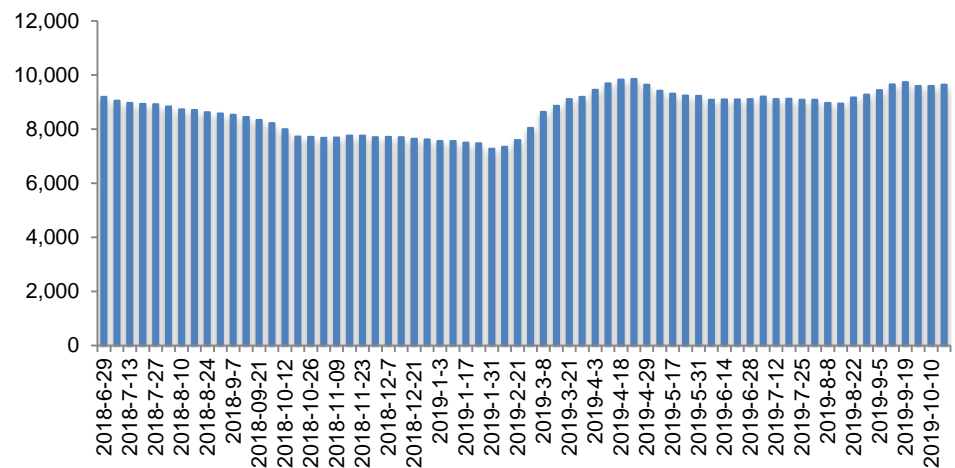
建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

图12：全部AB股周度成交金额（亿元）



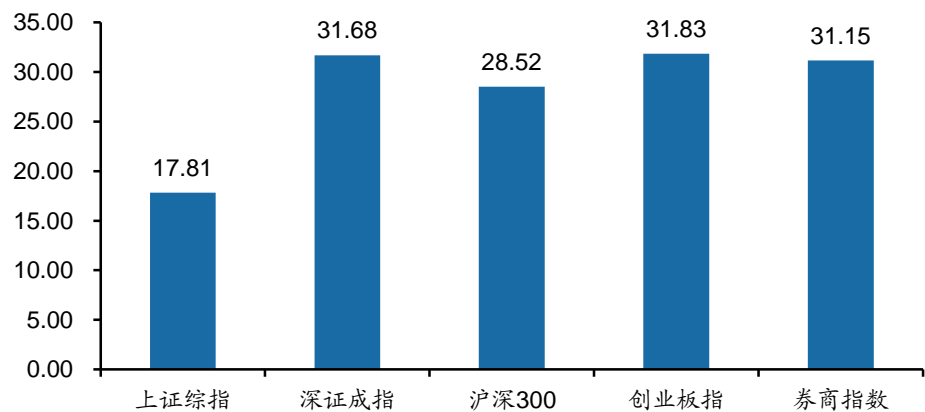
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图13: 沪深融资融券余额(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图14: 2019年以来市场及券商指数涨跌幅(%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	43.66	4.73	4.99	5.13	9.23	8.75	8.51	1.02	0.98	0.92
(USD)	高盛集团	GS.N	206.52	25.53	26.57	28.16	8.09	7.77	7.33	0.96	0.89	0.85
港股	友邦保险	01299.HK	75.35	1.68	3.77	4.34	44.85	19.99	17.36	2.99	2.61	2.30
(HKD)	中国太平	00966.HK	17.82	1.81	2.61	3.19	10.61	4.73	4.11	0.71	0.62	0.54

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

## 风险提示

券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行, 如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风

险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福 : 首席分析师, 经济学硕士, 2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼 : 资深分析师, 南开大学精算学硕士, 南开大学学士, 2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄 : 资深分析师, 英国阿伯丁大学 (University of Aberdeen) 金融投资管理硕士, 武汉大学双学士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉 : 资深分析师, 英国布里斯托大学 (University of Bristol) 金融投资专业硕士, 2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨 : 资深分析师, 香港中文大学经济学硕士, 中山大学学士, 2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作, 广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格, 接受中国证监会监管, 负责本报告于中国 (港澳台地区除外) 的分销。

广发证券 (香港) 经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见 (4 号牌照) 的牌照, 接受香港证监会监管, 负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。